

NOTA EDITORIAL

EL RÉGIMEN MONETARIO Y CAMBIARIO DE COLOMBIA, BAJO PRESIÓN

La simple comparación de los choques experimentados por nuestras economías y las reacciones de política, por no mencionar las miradas particulares de algunos economistas prestigiosos, hacen que este oportuno evento tenga un gran valor para el diseño de políticas futuras.

Después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 se empezaron a sentir presiones en los mercados financieros y de divisas de Colombia; no obstante, el efecto del choque fue menor que en otros países de la región. A continuación se hará una breve descripción del contexto macroeconómico en el que se presentó dicho choque, de sus efectos y de las respuestas de política económica del Banco de la República. Al hacerlo, se ofrecerán algunas explicaciones para el impacto relativamente moderado de la crisis en Colombia; la mayoría de ellas están relacionadas con nuestro marco regulatorio.

Para el tercer trimestre de 2008 la economía colombiana experimentaba una desaceleración de su crecimiento. El avance del consumo se había debilitado como consecuencia de una política monetaria restrictiva anterior y por el efecto de los incrementos de los precios relativos de los alimentos y las materias primas sobre los costos y el ingreso real de las familias. La inversión pública cayó drásticamente debido a retrasos en la ejecución

de varios programas de obras públicas. No obstante, nuestras estimaciones mostraban que subsistía una brecha positiva del producto, heredada de varios años de fuerte crecimiento de la demanda agregada.

También como consecuencia de los choques en los precios relativos la inflación evolucionaba muy por encima de su rango de meta para el año (3,5%-4,5%). Al tiempo, comenzaron a elevarse las expectativas inflacionarias, lo que traía la amenaza de una persistencia de la inflación. Por tanto, en julio la política monetaria se hizo aún más restrictiva. La fuerte apreciación del peso que se observó durante la primera mitad del año empezó a corregirse, tal vez por los cambios en las percepciones internacionales de riesgo, así como por las compras diarias de montos determinados de dólares que hacía el Banco de la República en el mercado de divisas.

Inmediatamente después de la caída de Lehman Brothers, el riesgo soberano de Colombia subió unos 500 puntos básicos, un incremento similar al observado en otros países (gráficos 1 y 2). La cotización del peso también se movió, pues éste se depreció 15% entre el 12 de septiembre y el 29 de octubre (Gráfico 3). De nuevo, esta reacción es comparable con las de otras monedas de la región. Las tasas de interés de los bonos de deuda pública también se incrementaron después del choque y se empinó la curva de los instrumentos de «cupón cero», como ocurrió en otras economías de la zona (gráficos 4 y 5). Por ende, después del choque la mayor aversión al riesgo produjo las reacciones usuales en las tasas de cambio y en los mercados locales de bonos.

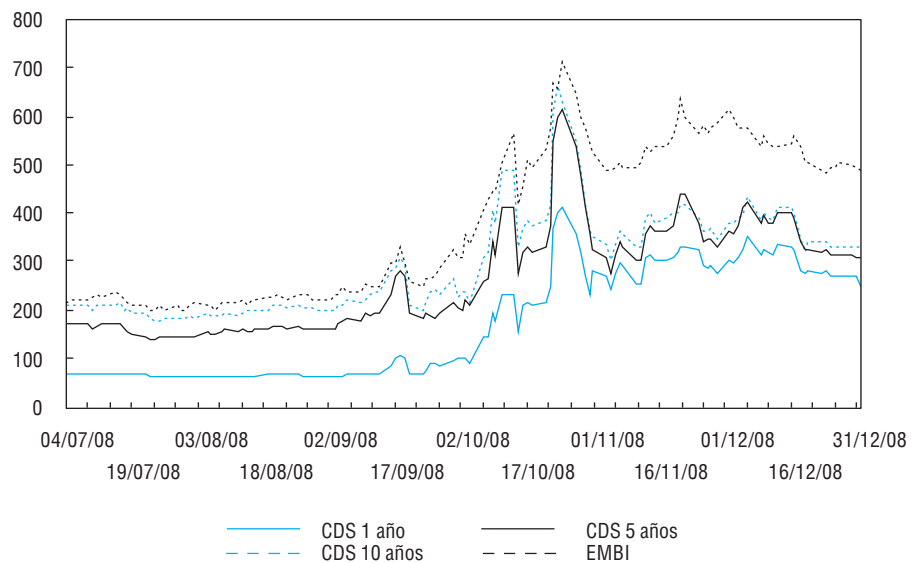
No obstante, las consecuencias del choque externo se extendieron aún más. Dado que se cerraron algunos mercados clave de los Estados Unidos (por ejemplo, los de papeles comerciales de corto plazo y los de ABS), se limitó severamente la financiación de corto plazo para los mercados emergentes. Aquellos países cuyos sistemas financieros dependían significativamente de la financiación externa sufrieron presiones en el mercado cambiario y en los mercados internos de crédito de corto plazo, en tanto los bancos y otras entidades financieras luchaban por reducir sus brechas de liquidez en moneda extranjera.

Éste no fue el caso de Colombia, donde la regulación impidió que los bancos locales se expusieran a descalses en sus vencimientos de moneda nacional y extranjera. También estaba restringida su posición neta de activos en moneda extranjera (diferentes de derivados), la cual tenía que ser

Gráfico 1

Colombia – Primas de riesgo

(Puntos básicos)

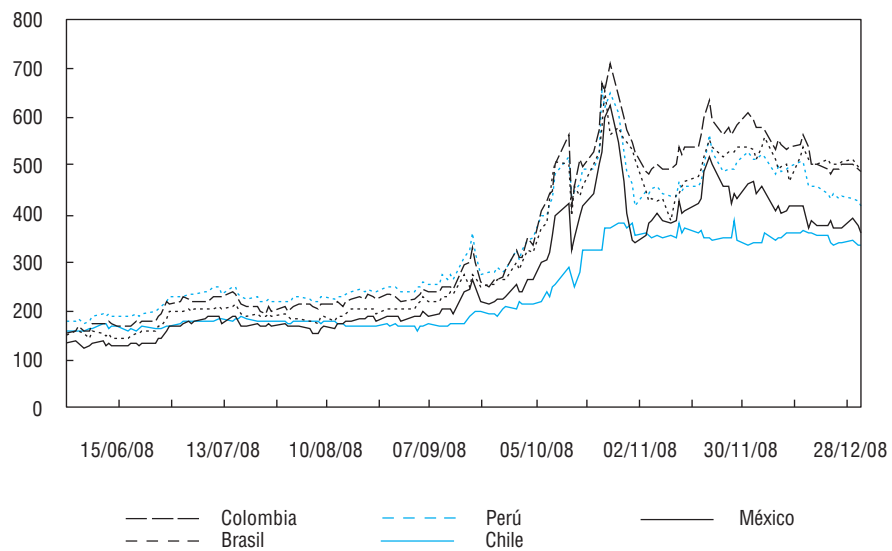


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

EMBI de algunos países

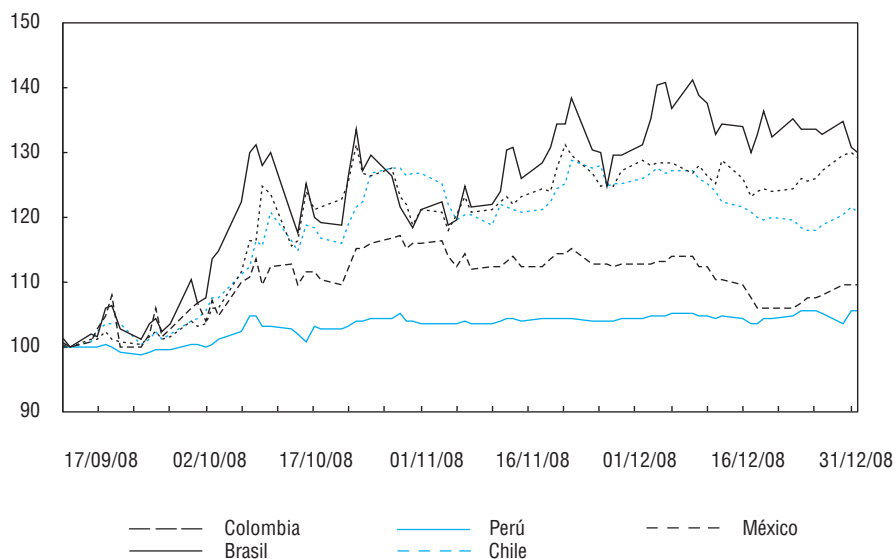
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

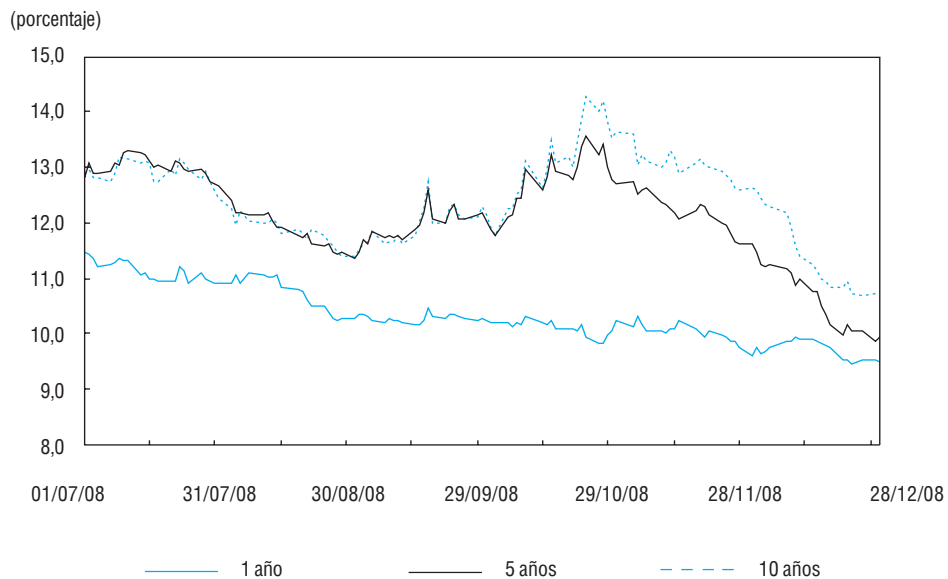
Índice de tasa de cambio nominal



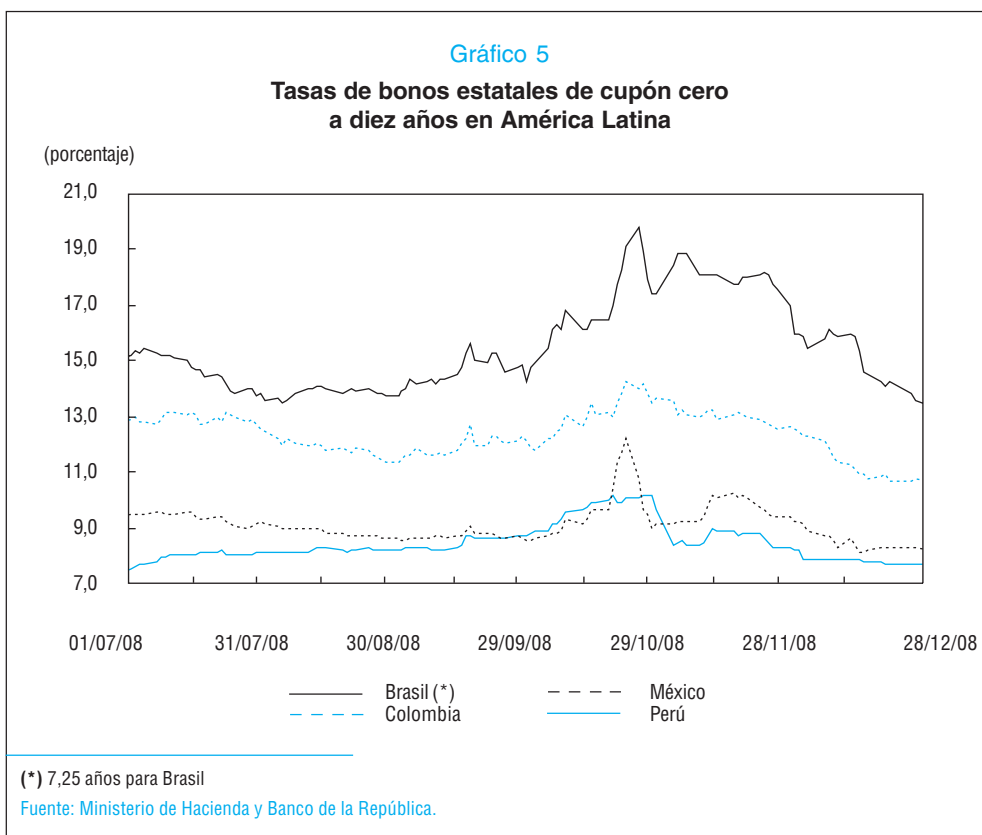
Fuente: Datastream, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4

Bonos domésticos de cupón cero del Gobierno colombiano
julio 2008 – diciembre 2008



Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República.



positiva, lo que inhibía efectivamente la existencia de un mercado interbancario de préstamos en divisas.

En otros países las presiones sobre los mercados de divisas y la estabilidad financiera surgieron de dos fuentes: la exposición del sector corporativo a riesgos de tasa de cambio y la materialización de enormes pérdidas después de la depreciación de las monedas locales con respecto al dólar. Tampoco este fue el caso de Colombia, donde los controles a los flujos de capital y la volatilidad de la tasa de cambio habían restringido el endeudamiento externo del sector corporativo. Al tiempo, las normas limitaban la posición bruta en derivados en moneda extranjera de los bancos a cinco veces su patrimonio o menos; esto se había determinado para controlar el riesgo de contraparte durante un período en donde se registraron grandes posiciones especulativas y de arbitraje contra el dólar, pero tuvo el efecto adicional de limitar la exposición al riesgo cambiario del sector corporativo.

Como resultado, el impacto en el mercado de divisas y en los mercados de crédito de corto plazo de Colombia, tras la caída de Lehman Brothers,

fue menor que en otros países. El peso colombiano se depreció menos que otras monedas de la región en el cuarto trimestre de 2008 (Gráfico 1), en tanto que la intervención del Banco de la República en el mercado de divisas fue mucho menor que la observada en otros lugares (Cuadro 1). La tasa interbancaria *overnight* se mantuvo cerca de la tasa de intervención del banco central. Tampoco se incrementó el diferencial entre la tasa de interés de los depósitos de corto plazo y la de intervención, y los depósitos en el sistema financiero continuaron creciendo más aceleradamente que el PIB (gráficos 6, 7 y 8).

El crecimiento del crédito se mantuvo fuerte, incluso entre los bancos extranjeros (Gráfico 9), que en Colombia operan como entidades subsidiarias y están sometidos al mismo marco regulatorio que los bancos locales. No obstante, el margen de las tasas de interés de los préstamos internos aumentó en octubre de 2008, lo que refleja mayores primas de riesgo, en particular para los créditos preferenciales y los otorgados a las tesorerías corporativas (Gráfico 10). Nuestra encuesta del sector financiero mostró condiciones más estrechas en el crédito local durante el cuarto trimestre de 2008 (Gráfico 11) y tanto los bancos como las empresas reportaron evidencia relativa a mayores costos y menores plazos de los préstamos. Algo interesante fue que en lo transcurrido de 2009 el comportamiento de los intermediarios nacionales y extranjeros ha sido divergente: los extranjeros han recortado drásticamente su exposición al riesgo en préstamos de consumo, mientras que los bancos locales han mantenido altas tasas de crecimiento de sus créditos (Gráfico 9).

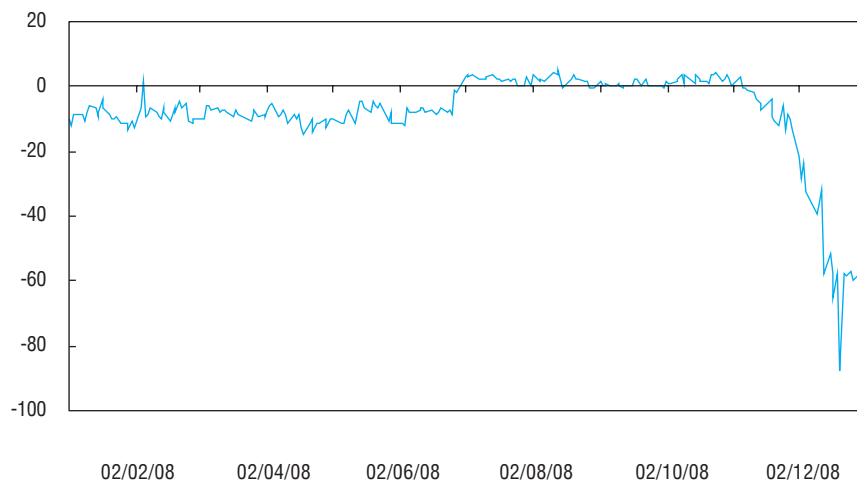
<p style="text-align: center;">Cuadro 1 Intervención en el mercado cambiario - segundo semestre de 2008 (US\$ millones)</p>			
	Fortaleciendo el dólar	Fortaleciendo la moneda local	Total
Colombia	1.347	(235)	1.112
Chile*	3.050	(969)	2.081
México**		(15.178)	(15.178)
Perú		(5.810)	(5.810)
Brasil	5.343	(25.967)	(20.624)

(*) Las “ventas” del segundo semestre corresponden al valor vigente de los *swaps* para el final del año.
(**) Para diciembre 11 de 2008, el banco central le había comprado US\$22.629 millones a Pemex.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6

Diferencial entre la tasa interbancaria *overnight* y la tasa de intervención

(Puntos básicos)

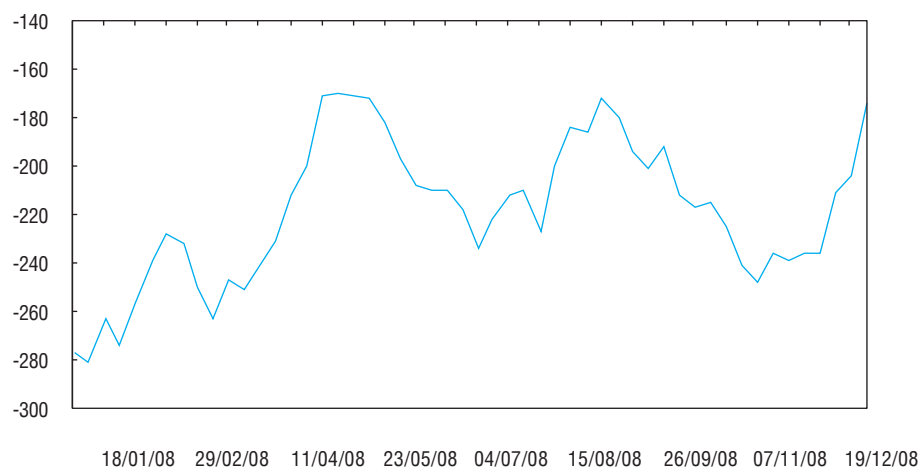


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7

Diferencial entre la tasa promedio para depósitos y la tasa de intervención

(Puntos básicos)

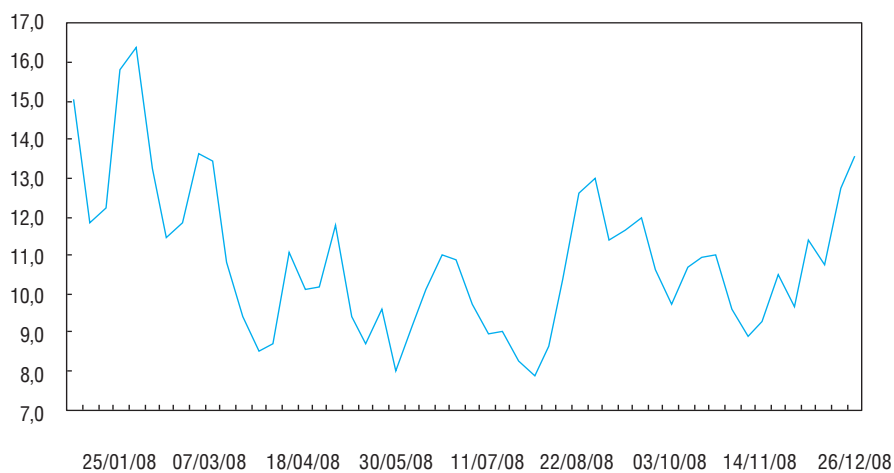


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 8

Tasa real de crecimiento de los depósitos en el sector financiero (*)

(porcentaje)



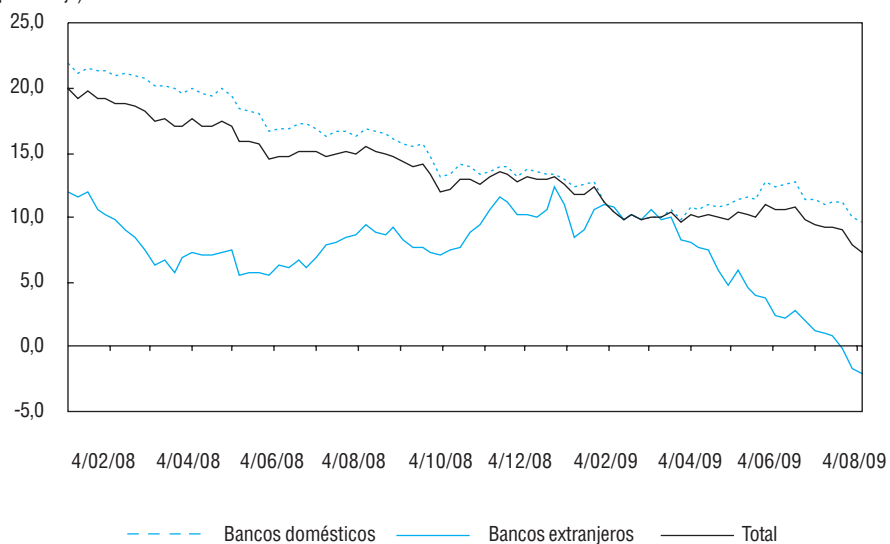
(*) Deflactada por el IPC sin alimentos.

Fuente: Superintendencia Financiera y Banco de la República.

Gráfico 9

Crecimiento real de los préstamos del sistema financiero colombiano

(porcentaje)



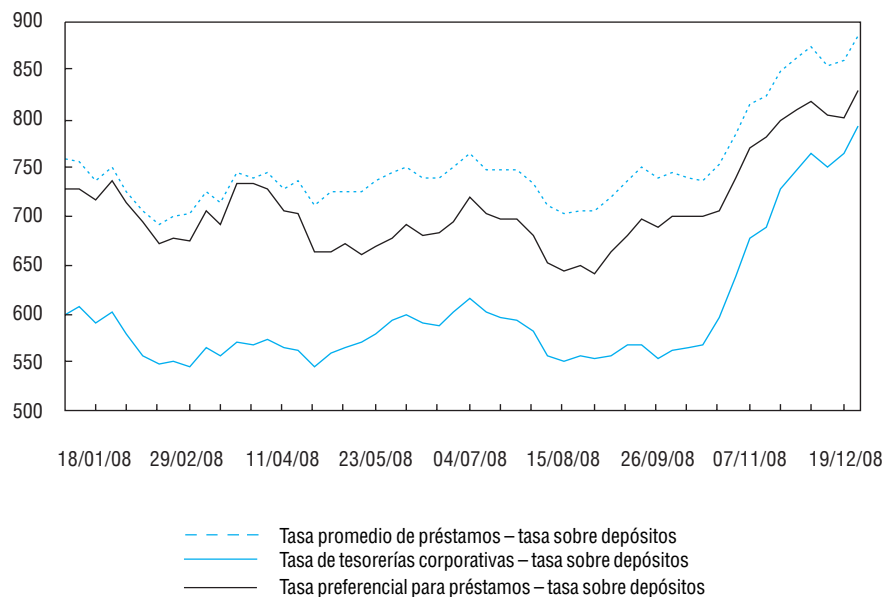
(*) Deflactada por el IPC sin alimentos.

Fuente: Superintendencia Financiera y Banco de la República.

Gráfico 10

Diferenciales entre las tasas de interés de préstamos y depósitos

(puntos básicos)

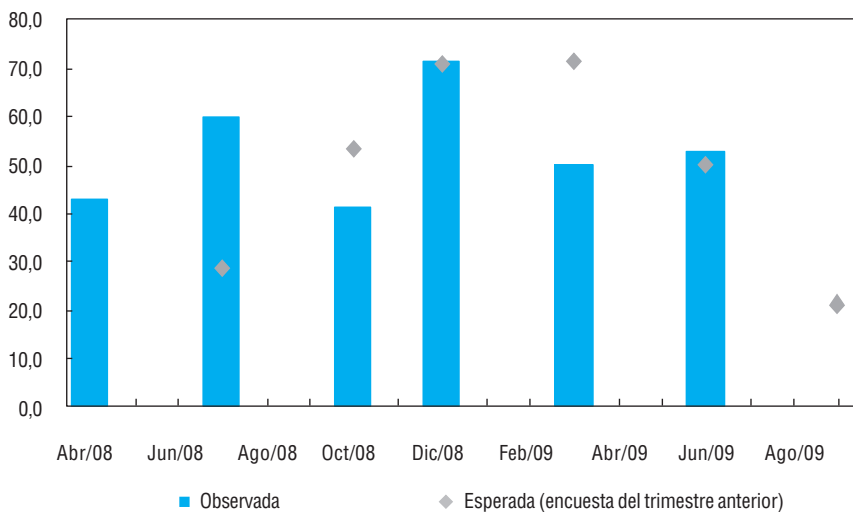


Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 11

Observación y expectativas de endurecimiento de los requisitos para aprobación de nuevos créditos por parte de los bancos comerciales (encuesta)

(porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Simultáneamente, se redujeron las líneas de crédito externo disponibles para los bancos colombianos y su costo se elevó (Gráfico 12). No obstante, el uso de dichas líneas continuó por debajo de los montos autorizados y fue cayendo con ellos (Gráfico 13). Esto refleja, entre otras cosas, una dramática caída en la demanda de financiación relacionada con el comercio internacional (Gráfico 14).

Entre tanto, la economía global se desplomó, los términos de intercambio cayeron y se desaceleró la demanda externa por productos colombianos. También se desplomaron los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas, lo que llevó a la baja el consumo interno. Los responsables de la política económica quedaron enfrentando, por un lado, el dilema de una inflación alta y creciente, y por otro, un deterioro progresivo de los pronósticos de la economía local y externa. A medida que el panorama se hizo más claro, las autoridades monetarias comenzaron a relajar gradualmente la política: en octubre se eliminaron los controles a los flujos de capital, y en noviembre se redujeron los requisitos de encaje. La provisión de liquidez se incrementó sustancialmente, como lo refleja el diferencial entre la tasa de crédito interbancaria *overnight* y la

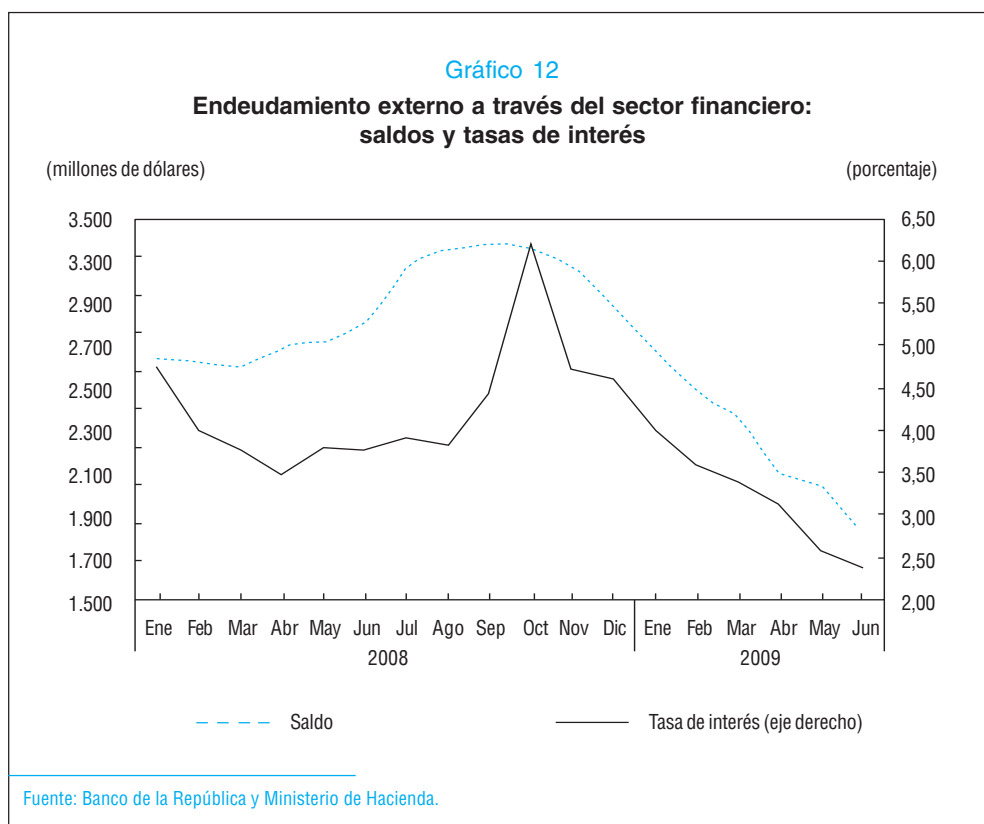
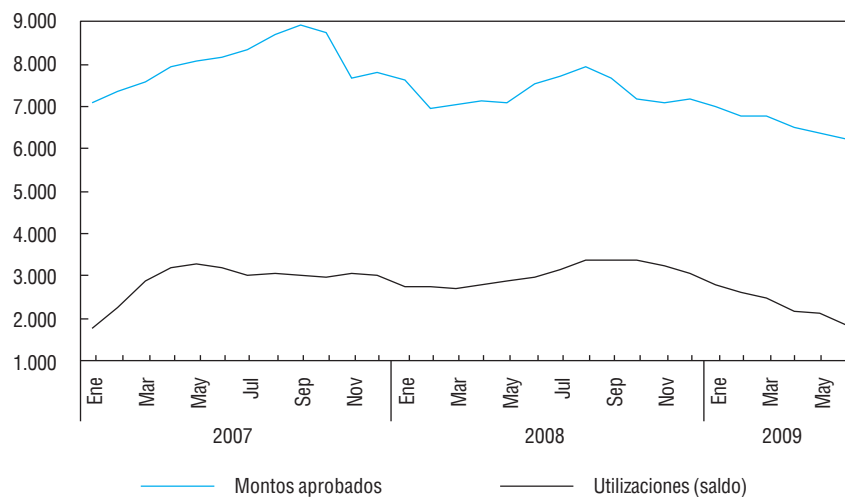


Gráfico 13

**Líneas externas del sector financiero colombiano:
montos aprobados y utilizaciones**

(millones de dólares)



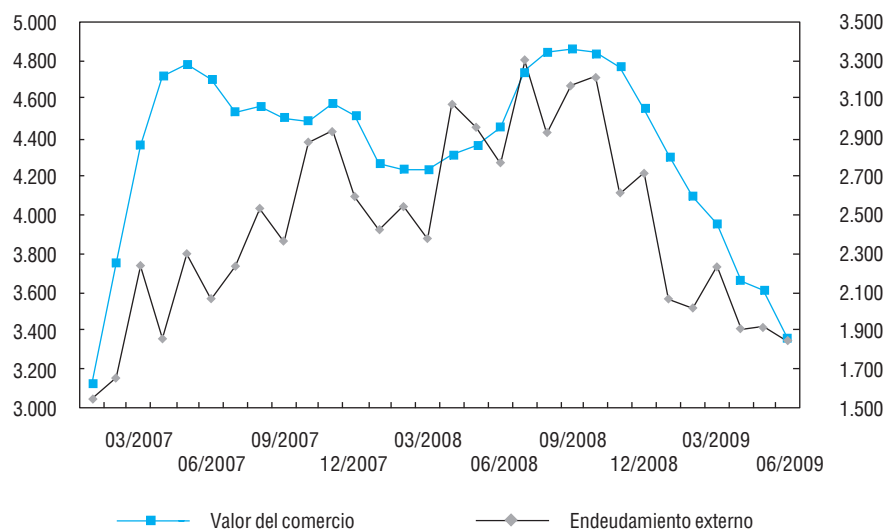
Fuente: Banco de la República y Ministerio de Hacienda.

Gráfico 14

**Comercio externo total ($X+M$) susceptible de financiación externa
y endeudamiento externo a través del sector financiero**

(millones de dólares)

(millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

tasa de intervención, que fue negativo y decreciente durante los últimos días del año (Gráfico 6). Por último, las tasas de intervención se redujeron 50 puntos básicos en diciembre, el primer movimiento en este sentido entre las economías emergentes. Así se inició una rápida secuencia de reducciones de dicha tasa de interés, que la llevaron de 10% en noviembre de 2008 a 4,5% en junio de 2009.

Un componente fundamental de la reacción de política fue la flexibilidad de la tasa de cambio. Ello fue posible porque los desajustes cambiarios no eran muy grandes y las expectativas inflacionarias permanecían parcialmente ancladas, a pesar de los grandes choques en los precios de los alimentos, la energía y las materias primas. La flexibilidad de la tasa de cambio fue crucial en varios sentidos. Primero, permitió evitar la necesidad de adoptar políticas monetarias procíclicas, como había ocurrido en el pasado. Segundo, actuó como un amortiguador de los choques que afectaban la balanza de pagos (términos de intercambio, demanda por nuestras exportaciones y remesas de trabajadores). En tercer lugar, controló las presiones en la demanda de dólares, lo que hubiera ocasionado instituciones globales ávidas de liquidez en un régimen de tasa de cambio fija.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2008 nuestras economías experimentaron una rápida transición, desde una situación de choques de oferta a una crisis financiera global con recesión mundial. Nuestra visión de la experiencia colombiana es que, como régimen, el enfoque de meta de inflación, complementado con factores de estabilidad financiera, ha demostrado funcionar bien y ha logrado los mejores resultados para afrontar la turbulencia. Esto se debe principalmente al hecho de que medidas de estabilidad financiera, que se habían tomado antes de la crisis, cuando la economía estaba atravesando por un *boom*, nos permitieron evitar desajustes muy grandes y moderar el apalancamiento. Los resultados fueron:

- El sistema financiero estaba suficientemente fuerte como para absorber el gran choque externo y los responsables de la política pudieron concentrarse en el manejo de sus consecuencias macroeconómicas.
- El régimen era suficientemente flexible como para admitir una senda de desinflación dentro de una trayectoria previamente anunciada, después de que los choques en los precios relativos habían impulsado a la inflación muy por encima de su rango meta.
- Al mismo tiempo, dicha flexibilidad le permitió al banco central mantener la liquidez del sistema financiero durante un período de dificultades.

El reto para el futuro consiste en examinar cuidadosamente nuestro marco regulatorio para apuntalar algunos aspectos, como las provisiones anticíclicas y los requisitos de capital para los bancos. Simultáneamente, debemos esforzarnos por robustecer la profundización financiera y aumentar el conjunto de instrumentos financieros disponibles para las firmas y los hogares colombianos. Sin embargo, esto debe hacerse sin incrementar significativamente los riesgos sistémicos, ni privar a los responsables de la política de los instrumentos que requieren para afrontar choques. En esta tarea se imponen escogencias complejas, dentro de las cuales la principal quizá sea aquella entre la integración financiera de la economía colombiana, por un lado, y, por el otro, el campo de acción del manejo macroeconómico y del riesgo sistémico.

*José Darío Uribe**
Gerente general

* Conferencia de moneda y banca: «Lecciones y desafíos para los países emergentes en la crisis», Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, 31 de agosto de 2009. Las opiniones expresadas en esta Nota editorial no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de exclusiva responsabilidad del gerente general.